

## Tilburg University

### Maximalisatie

van de Klundert, T.C.J.M.

*Published in:*  
Maandschrift Economie

*Publication date:*  
1964

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

*Citation for published version (APA):*  
van de Klundert, T. C. J. M. (1964). Maximalisatie: Principes en investeringscriteria. *Maandschrift Economie*, 28(7), 297-307.

#### General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

#### Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

# MAXIMALISATIE — PRINCIPES EN INVESTERINGSCRITERIA

door

Dr. TH. C. J. M. VAN DE KLUNDERT \*)

Het selecteren en verrichten van investeringen is een bezigheid, die door de jaren heen de theoretici van de economie is blijven biologeren. De recente Dies-rede van Professor C. F. Scheffer plaatst dit interessante vraagstuk opnieuw in het centrum van de belangstelling, te meer daar de auteur een eigen en wel gedefinieerde visie met betrekking tot een kardinale grootheid als het minimaal acceptabele rendement van investeringen ontwikkeld.<sup>1)</sup>

De benadering van Scheffer is voornamelijk bedrijfseconomisch georiënteerd. In dit artikel zullen wij meer de nadruk leggen op enkele zuiver theoretische en algemeen economische implicaties van de investeringsbeslissing. De analyse als zodanig is echter partieel en statisch van karakter. Met deze beperking op de achtergrond zullen wij enkele operationele definities van het minimaal gewenste rendement bespreken. Indien op basis van abstracte beginselen een keuze gewettigd is, gaat onze voorkeur uit naar een concept als het door A. Lamfalussy, met andere bedoelingen overigens, geïntroduceerde begrip „normaal rendement”.<sup>2)</sup>

In de eerste plaats wordt aandacht geschonken aan de fundamentele analyse van I. Fisher<sup>3)</sup> en de generalisaties hiervan door J. Hirschleifer<sup>4)</sup> en M. J. Bailey.<sup>5)</sup> De tweede paragraaf is gewijd aan een afwijkende zienswijze met betrekking tot de optimale ondernemingspolitiek, onder meer verdedigd door K. E. Boulding<sup>6)</sup>, T. Scitovsky<sup>7)</sup>, F. en V. Lutz<sup>8)</sup>. Tenslotte komen dan in de derde en laatste paragraaf de moeilijkheden, verbonden aan het concretiseren van theoretische beginselen, ter sprake.

\*) Dit artikel vloeide voort uit een meer omvangrijk studie-programma in het kader van een door de Nederlandse Organisatie voor Zuiver-Wetenschappelijk Onderzoek (Z.W.O.) verleend stipendium.

<sup>1)</sup> C. F. Scheffer, *Het gewenste rendement van investeringen*, Den Haag 1963.

<sup>2)</sup> A. Lamfalussy, *Investment and Growth in Mature Economics, The Case of Belgium*, London 1961.

<sup>3)</sup> I. Fisher, *The Theory of Interest*, New York 1930.

<sup>4)</sup> J. Hirschleifer, On the Theory of Optimal Investment Decision, *The Journal of Political Economy*, augustus 1958.

<sup>5)</sup> M. J. Bailey, Formal Criteria for Investment Decisions, *The Journal of Political Economy*, oktober 1959.

<sup>6)</sup> K. E. Boulding, The Theory of a Single Investment, *The Quarterly Journal of Economics*, mei 1935.

<sup>7)</sup> T. Scitovsky, *Welfare and Competition*, Chicago 1951.

<sup>8)</sup> F. en V. Lutz, *The Theory of Investment of the Firm*, Princeton 1951.

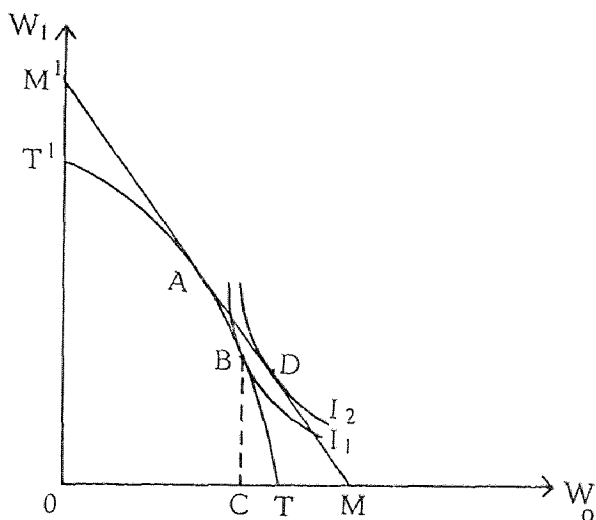
## 1. Consumenten versus investeren

In de theorie van Fisher vloeit het optimale investeringspatroon voort uit de keuzehandelingen van de economische subjecten. Het economisch subject bepaalt namelijk welke gedeelte van zijn inkomen in heden wordt geconsumeerd. Niet consumeren in het heden betekent een ruimere consumptiemogelijkheid in de toekomst. Heden en toekomst zijn aan elkaar gerelateerd door middel van de investeringsbeslissing.

De oplossing van het keuzevraagstuk vereist kennis van de volgende data: de subjectieve tijdsvoorkeur, de individuele investeringskansen, de mogelijkheid om te lenen en natuurlijk de grootte van het inkomen in periode 0.

Met behulp van een aantal abstracties is het mogelijk de optimale keuzehandeling grafisch te illustreren. Verondersteld wordt, dat het individu de keuze heeft uit een aantal wederzijds onafhankelijke investeringen, die alle op slechts twee tijdspannen betrekking hebben. In het eerste jaar wordt geld uitgegeven en in het daaropvolgende jaar kan worden geïncasseerd. Anders gezegd: de kasstroom bestaat uit een negatieve en een positieve component. Gerangschikt naar hun rendement vormen deze investeringsopties een transformatie-curve  $TT'$ , zoals weergegeven in figuur I

Figuur I



(Op de assen is het voor actuele of potentiële consumptie beschikbare geldbedrag  $W$  in de periode 0 en 1 afgezet.) De continuïteit van deze curve is niet van essentieel belang; een dergelijke veronderstelling vereenvoudigt de analyse. Naarmate steeds meer van het in periode 0 gegeven geldbedrag, hier te interpreteren als inkomen, geïnvesteerd wordt, komen steeds minder gunstige investeringsmogelijkheden met een lager rendement voor uitvoering in aanmerking.

De tijdsvoorkeur kan worden weergegeven met behulp van een stelsel van indifferentie-curven. Indien niet geleend kan worden, zal het economisch subject zodanig investeren, dat het rendement van de laatste investering gelijk is aan de marginale substitutievoet van consumptie in het heden ten opzichte van de toekomstige

consumptie  $\left[ \frac{-dW_1}{dW_0} - 1 \right]$ . Dit is het geval in punt B van de transformatie-curve. De investeringsquote van het inkomen is dan gelijk aan  $\frac{CT}{OT}$ .

Gegeven een perfecte kapitaalmarkt, waarbij het economisch subject tegen een voor hem gegeven rente kan lenen en uitlenen zonder dat zijn acties deze rentevoet beïnvloeden, is de optimale keuze een andere. Het is nu voordelig met investeren door te gaan tot het rendement van de laatste investering gelijk is aan de markt-rente  $i$ , hetgeen in punt A van de transformatiecurve opgaat. Vervolgens zal het individu langs de markt-lijn  $MM'$  met hellingshoek  $-(1+i)$  lenen om in punt D een optimaal consumptiepatroon over de tijd te bereiken. Het economisch subject is er aldus in geslaagd zijn welvaart te vergroten (zoals wordt aangegeven door een verder van de oorsprong gelegen indifferentie-curve  $I_2$ ) door effectief gebruik te maken van de mogelijkheden, die de kapitaalmarkt biedt.

Fisher's analyse kan worden samengevat in de vorm van een tweetal stellingen. De eerste stelling luidt: investeren is uit oogpunt van welvaart ondergeschikt aan consumeren. De tweede stelling vloeit hieruit logisch voort: investeren zodanig, dat de welvaart, als functie van consumptie in heden en toekomst, maximaal is.

Praktische richtlijnen voor de investeringsbeslissing in het behandelde eenvoudige model zijn gemakkelijk te geven. De constante-waarde regel en de methode van de marginale interne rente-

voet<sup>1)</sup> voldoen beide aan de gestelde eis. Volgens de contante-waarde regel of disconteringsmethode moet met investeren worden doorgegaan, zolang discontering van de kasstroom met behulp van de vigerende marktrente positieve waarde oplevert. Anderzijds zegt de methode van de marginale interne rentevoet, dat de grens van de attractieve investeringsmogelijkheden bereikt is, indien de disconto-voet, die een contante waarde van nul oplevert, gelijk is aan de marktrente.

De marginale interne rentevoet is identiek met de „marginal efficiency of capital” van Keynes. Bij uitbreiding van de theorie van Fisher tot investeringen, die op meer dan twee perioden betrekking hebben, blijkt de methode van de interne rentevoet in een aantal gevallen te falen. Daarentegen kan worden opgemerkt, dat de disconteringsregel ook in dit geval, zelfs al fluctueert de marktrente van periode tot periode, voldoet. Hirschleifer en Bailey komen tot de conclusie, dat de oplossing van het keuze-probleem tussen consumeren in het heden en investeren voor toekomstige consumptie bij een imperfecte kapitaalmarkt geen *algemeen* geldige en tegelijkertijd praktisch hanteerbare regel voor het investeringsgedrag oplevert. Dit is een gevolg van de abstracte basis, waarop de theorie berust: „This analysis does not distinguish between individuals and firms. Firms are regarded solely as agencies or instruments of individuals”<sup>2)</sup>. Sparen en investeren zijn echter in het institutionele kader van de huidige westerse economieën goeddeels gescheiden handelingen. Wat de investeringsbeslissing betreft, verdwijnen daarmee de indifferentie-curven van het tooneel. De tweede stelling van Fisher moet nu worden gewijzigd in: investeer zodanig, dat de *netto-winst* (hier gedefinieerd als opbrengst minus kosten, de laatste inclusief de opportunitetskosten van de factor kapitaal) maximaal is. De disconteringsregel vormt hierbij een goede richtlijn.

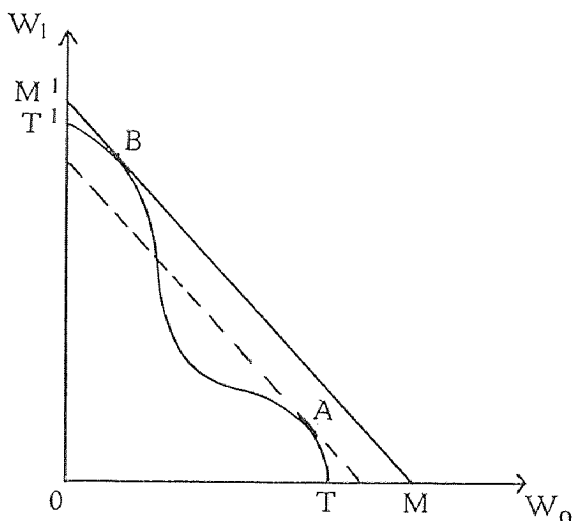
Bepaalde gevallen maken evenwel een amendering van deze methode noodzakelijk. Een dergelijk geval doet zich voor bij de afhankelijke investeringsopties TT', weergegeven in figuur II.

---

<sup>1)</sup> De qualificatie marginaal is nodig ter onderscheiding van de gemiddelde interne rentevoet, die een rol speelt bij het in paragraaf 2 behandelde investeringscriterium.

<sup>2)</sup> J. Hirschleifer, t.a.p., blz. 330 (voetnoot 4).

figuur II



Punt A is kennelijk niet optimaal. Uitbreiding van het investeringsvolume tot punt B is voordelig. In dit voorbeeld is het niet voldoende te constateren, dat de contante waarde van de kasstroom gelijk aan nul is, maar dient te worden onderzocht, hoe zich deze grootte bij een uitbreiding van het project gedraagt.

## 2. Accumuleren versus controleren

Indien in de algemeen economische theorie de produktie ter sprake komt, is het veelal gebruikelijk te abstraheren van verschijnselen als schaalbesparingen en monopolistische concurrentie. Wel wordt meestal aangenomen, dat de ondernemer streeft naar maximalisatie van de netto-winst. Onder dergelijke veronderstellingen is de grootte van de individuele onderneming ongedetermineerd. Dit feit is natuurlijk niet onopgemerkt gebleven, en er heeft zich een discussie ontwikkeld over de factoren, die de omvang van een onderneming in de praktijk limiteren. Deze discussie heeft belangrijke consequenties voor de investeringsbeslissing.

De oplossing in de handboeken suggereert een analogie tussen problemen van de korte en de lange termijn. Op korte termijn vormt de fysieke kapitaalgoederenvoorraad een „bottleneck” voor uitbreiding van de produktie. De gemiddelde en marginale kostencurven stijgen en het beginsel van winstmaximalisatie bepaalt de

productie-omvang. Op lange termijn daarentegen is de ondernemer zelf een „bottleneck” voor uitbreiding. Dientengevolge looper ook de gemiddelde en marginale kosten op lange termijn op, zodat het economisch principe de capaciteit bepaalt. Het statisch karakter van deze theorie sluit groei niet uit. In de loop van de tijd kan het optimum onder invloed van technische vooruitgang, expansie van de markt en verandering in de beloningen van de productiefactoren verschuiven.

Auteurs als T. Scitovsky<sup>1)</sup> en Mrs. J. Robinson<sup>2)</sup> hechten aan dit idee minder waarde. Zij stellen, dat afnemende meer-opbrengsten met betrekking tot de produktiefactor „ondernemen” door middel van een doeltreffende organisatiestructuur kunnen worden gecompenseerd. In hun visie is het de factor kapitaal, in de zin van fondsen nodig voor de omwegproductie, die de omvang van de onderneming bepaalt. *De argumentatie is niet exact*. Gemakshalve zou men kunnen zeggen, dat uitbreiding van het kapitaalfonds door institutionele factoren wordt beperkt. Nader gespecificeerd betekent dit min of meer het volgende. De onderneming wordt beheerst door een selecte groep van aandeelhouders, die deel uitmaken van of vertegenwoordigd zijn in de directie. Zij zijn het, die de beslissingen nemen. Deze groep is niet onder alle (winstgevende) omstandigheden bereid te expanderen. Zolang de groei met ingehouden winsten dan wel obligatie-leningen gefinancierd kan worden, is men niet onwillig. Maakt de eis van een gezonde financieringsstructuur het plaatsen van aandelen onvermijdelijk, dan worden de bezwaren accuut. Vergroting van het aandelenpakket brengt immers het gevaar van verlies aan macht en invloed met zich mede. Vandaar het nieuwe dilemma: accumuleren of controleren.

Indien de factor kapitaal gegeven is, betekent maximalisatie van de netto-winst per definitie hetzelfde als maximalisatie van de bruto-winst (netto-winst plus kapitaalkosten) per eenheid kapitaal. Auteurs als Scitovsky veronderstellen dan ook, dat de ondernemers c.q. de eigenaren van de onderneming streven naar een maximalisatie van het kapitaalrendement. Nader gespecificeerd wil dit zeggen, dat het doel van de onderneming een zo hoog mogelijke waarde van de *gemiddelde* interne rentevoet zal zijn. In abstracto

---

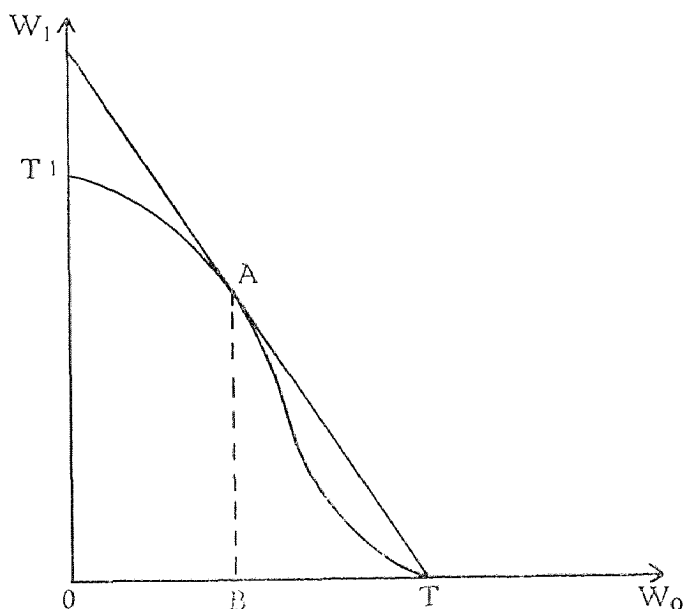
<sup>1)</sup> T. Scitovsky, op. cit., blz. 193-200.

<sup>2)</sup> Mrs. J. Robinson, *Some Problems of Definition and Measurement of Capital*; *Oxford Economic Papers*, juni 1959.

is hier de interne rentevoet van de totale kasstroom gedurende het bestaan van de onderneming bedoeld. In concreto zal het principe moeten worden toegepast bij oprichting van de onderneming en bij investeringen op een later tijdstip.

Het is gebruikelijk het beginsel van maximalisatie van de interne rentevoet bij oprichting te demonstrenen met een voorbeeld. Klassiek zijn in dit verband het kweken van bossen en het laten rijpen van wijn. Het kiezen van een grotere produktie-omweg betekent in beide gevallen uiteraard een grotere investering. Verder mag worden aangenomen, dat additionele investeringen aanvankelijk gepaard gaan met toenemende meeropbrengsten, terwijl zich later afnemende meeropbrengsten voordoen. Het continue proces van rijpende wijnen, om het laatste voorbeeld te nemen, kan ook worden geïnterpreteerd als een successie van afhankelijke investeringen, die op twee perioden betrekking hebben. Om wijn van jaar  $n$  te produceren moet de jaargang  $n - 1$  worden ingekocht. Aan de hand van deze interpretatie kan het vraagstuk grafisch worden voorgesteld (zie figuur III).

figuur III



De gemiddelde interne rentevoet is uiteraard maximaal, indien deze grootte gelijk is aan de marginale interne rentevoet. In



figuur III wordt in punt A aan deze voorwaarden voldaan. De marginale en gemiddelde interne rentevoet zijn dan beide gelijk aan  $\frac{AB}{BT} - 1$ . De marktrente kan *toevalligerwijze* hiermede overeenstemmen, maar zal over het algemeen lager zijn. Hoeveel geïnvesteerd wordt, is niet uit de figuur af te lezen. Het investeringsvolume wordt in het onderhavige geval bepaald door het beschikbare kapitaal. De figuur geeft uitsluitend de optimale hoeveelheid kapitaal per eenheid eindprodukt BT weer. Een eenheid eindprodukt is hier een fust wijn van de meest rendabele jaargang. Beschikbaar kapitaal gedeeld door het optimale hoeveelheid kapitaal per eenheid eindprodukt levert uiteraard het totale produktievolume op.

Het investeringscriterium voor een bestaande onderneming is identiek met de hier boven gegeven richtlijn bij oprichting. Investerings- en uitsluitend aanvaardbaar, indien de gemiddelde interne rentevoet er niet door wordt verlaagd. In meer operationele termen uitgedrukt, wil dit zeggen dat het gewenste rendement van investeringen gelijk is aan het structurele kapitaalrendement.

Het is gemakkelijk in te zien, dat maximalisatie van het kapitaalrendement over het algemeen tot een lagere absolute winst zal leiden<sup>1)</sup>. Dit is evenwel een conclusie onder de *ceteris paribus* clausule. Indien de desbetreffende markt vrij toegankelijk is, zal het uiteindelijk resultaat hetzelfde zijn als bij een maximalisatie van de netto-winst<sup>2)</sup>. Toetreding van nieuwe bedrijven zal met een daling van de prijs gepaard gaan, terwijl naar alle waarschijnlijkheid de kosten zullen stijgen. Aan deze ontwikkeling komt pas een einde als uitbreiding van het produktievolume in de bedrijfstak bij de gegeven rentevoet niet meer lonend is.

Anderzijds heeft een maximalisatie van het kapitaalrendement wel gevolgen, indien de onderneming een specifieke marktpositie heeft opgebouwd. De winst, die in een dergelijk geval gedeeld wordt, kan worden beschouwd als een offer ten bate van een effectieve controle.

Aan deze handelwijze zijn echter ook macro-economische gevolgen verbonden. De maximalisatie van het kapitaalrendement is namelijk in strijd met een efficiënte allocatie van produktiefactoren. Daaraan kan het volgende worden toegevoegd. Het niet

---

<sup>1)</sup> Voor een exact bewijs, zie: P. A. Samuelson, Some Aspects of the Pure Theory of Capital, *The Quarterly Journal of Economics*, mei 1937.

<sup>2)</sup> Zie: V. L. Smith, The Theory of Capital, A Review Article, *The American Economic Review*, juni 1962 blz. 482-483.

benutten van alle, in feite acceptabele, investeringsmogelijkheden kan bijdragen tot een onder omstandigheden te geringe effectieve vraag met alle deflatoire gevolgen van dien.

### 3. Theorie en praktijk

Maximalisatie van de netto-winst wordt door vele auteurs in beginsel aanvaard <sup>1)</sup>. Onzekerheid en risico's met betrekking tot toekomstige opbrengsten en kosten, zowel als de structuur van de moderne onderneming staan echter een operationele formulering van dit principe in de weg.

Scheffer geeft in zijn reeds genoemde rede een uitvoerig exposé van de moeilijkheden, die zich bij het zoeken naar een maatstaf voor de kapitaalkosten voordoen <sup>2)</sup>. Het voornaamste bezwaar, dat tegen vele oplossingen kan worden ingebracht is, dat van een bepaalde, min of meer toevallige, financieringsstructuur wordt uitgegaan. De kapitaalkosten verschijnen dan als een gewogen gemiddelde van kosten met betrekking tot verschillende financieringsvormen. De investeringsbeslissing zal echter onafhankelijk van de bestaande financieringsstructuur genomen dienen te worden.

Het betoog van Scheffer krijgt na overweging van bovengenoemde problemen een andere strekking. Het accent verschuift, om in termen van de auteur te spreken, van de leen-rente naar een rentevoet, die de opportunitetskosten van de investeringen dient te weerspiegelen. Het gewenste rendement wordt gedefinieerd als: „De over een voldoende lange tijd behaalde gemiddelde opbrengstvoet van geïnvesteerd vermogen in de bedrijfstak of beter nog de gemiddelde rentabiliteit in die periode behaald door een goed geleide en efficiënt werkende onderneming in de bedrijfstak” <sup>3)</sup>. Projecten met een geringer rendement dan de gemiddelde rentabiliteit worden dus afgewezen. Dit betekent echter, dat in plaats van het streven naar een zo hoog mogelijke absolute winst een politiek wordt gevolgd, die erop gericht is het kapitaalrendement te maximaliseren. De bezwaren, die wij in paragraaf 2 tegen het laatstgenoemde beginsel naar voren brachten, zijn dus van toepassing op de door Scheffer voorgestelde oplossing. Daarnaast kan worden

---

<sup>1)</sup> Zie bijv.: V. L. Smith, t.a.p., blz. 482, en: J. Hirschleifer, Risk, the Discount Rate, and Investment Decisions, *The American Economic Review*, mei 1961 blz. 112.

<sup>2)</sup> C. F. Scheffer, op.cit., blz. 5-14.

<sup>3)</sup> C. F. Scheffer, op.cit., blz. 15.

opgemerkt, dat het begrip opportunitetskosten door de auteur te specifiek is opgevat. De opportunitetskosten zijn natuurlijk gelijk aan het maximaal elders verkrijgbare rendement, maar: „The possibility of an alternative investment has, of course, to be effective and not hypothetical. Thus, for instance, if entry into a highly profitable industry is impossible (monopoly barrier), this high rate of profit cannot be taken for the opportunity cost" <sup>1)</sup>).

In een baanbrekend artikel introduceren F. Modigliani en M. H. Miller een maatstaf voor de kapitaalkosten onafhankelijk van de financieringsstructuur <sup>2)</sup>). Deze grootte is gelijk aan het quotiënt van de verwachte waarde van de winst-stroom en de marktwaarde van de onderneming. De verwachte waarde van de winst is de verwachte waarde van een gemiddelde; variaties van de winst in de loop van de tijd zijn volgens de auteurs in dit verband van secundair belang. De marktwaarde van de onderneming is de som van de beurswaarden van de geplaatste aandelen en obligaties. Het gewenste rendement volgens Modigliani - Miller verschilt alleen voor ondernemingen in verschillende *risico-klassen*. De maatstaf is onafhankelijk van de feitelijke financieringsstructuur, omdat in een perfect werkende kapitaalmarkt waardeverschillen tussen portefeuilles, die eenzelfde inkomensstroom representeren door de arbitrage worden teniet gedaan <sup>3)</sup>).

Modigliani en Miller vervangen het beginsel van winstmaximalisatie door het, tenminste in een situatie van zekerheid, equivalente principe van maximalisatie van de marktwaarde van de onderneming. In een wereld van onzekerheid heeft het laatstgenoemde principe het onmiskenbare voordeel niet op subjectieve risico-overwegingen van de aandeelhouders te berusten. De introductie van de beurskoers impliceert een objectief gedetermineerde discontovoet als maatstaf voor de wenselijkheid van investeringen. Het kiezen van de beurskoers als uitgangspunt voor de berekening van het gewenste rendement maakt de analyse echter tegelijkertijd vatbaar voor ernstige kritiek <sup>4)</sup>). Voeg daar nog bij de niet geheel realistische veronderstelling ten aanzien van de kapitaalmarkt en men is geneigd te zeggen, dat de balans tussen

---

<sup>1)</sup> A. Lamfalussy, op.cit., blz. 41.

<sup>2)</sup> F. Modigliani and M. H. Miller, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, juni 1958.

<sup>3)</sup> In het geval, dat vennootschapsbelasting over de gerealiseerde winst wordt geheven, moet deze conclusie worden geamendeerd. Zie: Modigliani and Miller, t.a.p., blz. 293-296.

<sup>4)</sup> Zie bijv.: C. F. Scheffer, op.cit., blz. 8.

theorie en praktijk in de beschouwingen van Modigliani en Miller te ver naar de zijde van eerstgenoemde component is doorge-  
slagen.

Het alternatief is de meer traditionele benadering van de kapitaalkosten, waarbij onderscheid gemaakt wordt tussen de „zuivere” interest en een adequate risico-premie. Zoals gezegd, is de bereidheid tot het dragen van risico's een zeer persoonlijke zaak. Kwantificering van de premie is daarom niet eenvoudig <sup>1)</sup>.

De meest objectieve factor ter bepaling van het risico is de in het verleden waargenomen fluctuatie van het rendement. Indien mag worden aangenomen, dat objectieve verschijnselen de verschillende opinies en strevingen onder een gemeenschappelijke noemer brengen, kunnen de kapitaalkosten, tenminste bij benadering, worden bepaald. Nader geconcretiseerd, kan dan bijvoorbeeld worden gezegd, dat het gewenste rendement in een bepaalde bedrijfstak gelijk is aan de som van de marktrente voor staatsleningen en de standaardafwijking van het rendement in de bedrijfstak, gecorrigeerd voor een *trend*-matige ontwikkeling (laatstgenoemde component uiteraard berekend over een voldoende lange periode <sup>2)</sup>). De evaluatie van bovengenoemde afwijkingen in het licht van de conjunctuurgevoeligheid, de marktpositie en andere factoren van belang voor een individuele onderneming, kan een verdere nuancering van deze definitie met zich mede brengen. Dergelijke overwegingen accentueren het feit, dat de toepassing van abstracte beginselen nimmer tot simpele en starre formulevoorschriften mag leiden.

---

<sup>1)</sup> Zie ook: J. Hirschleifer, *Risk, the Discount Rate, and Investment Decisions*, t.a.p., blz. 113.

<sup>2)</sup> Vgl.: A. Lamfalussy, op. cit., blz. 41-43 en 132. Lamfalussy spreekt van „normaal” rendement in plaats van gewenst rendement. Zoals uit een berekening voor de Belgische economie blijkt, is het verschil tussen het gemiddelde en het normale rendement aanzienlijk.